



KOMENTARZ DO WYNIKÓW JSW - 3Q'18

2018-11-23 17:08



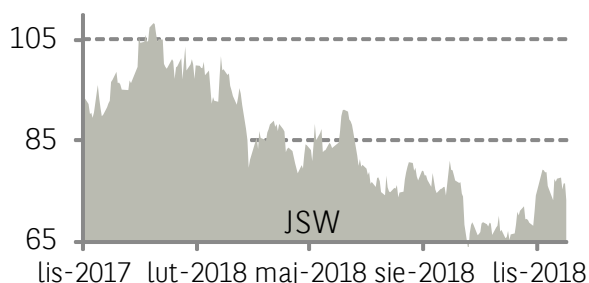
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	73,10
Kapitalizacja (mln zł)	8 582,8
Free float	44,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	17,0
P/E	4,0
EV/EBITDA	2,04

Notowania spółki



WYNIKI 3Q18

PLNm	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	r/r	LTM-1	LTM	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	1 990,9	2 192,8	2 510,6	2 422,9	2 352,9	18,2%	8 852	9 479	7,1%	2 317,0	4,6%
EBITDA	670,1	1 119,1	1 135,8	631,3	641,1	-4,3%	3 527	3 527	0,0%	650,8	-3,0%
Węgiel	522,3	1 066,2	1 126,1	400,3	412,7	-21,0%	3 700	2 945	-20,4%		
Koks	48,6	138,6	55,7	111,9	216,2	344,9%	-165	522	-416,4%		
EBITDA skor.	678,1	600,0	1 072,7	946,5	634,9	-6,4%	3 576	3 254	-9,0%		
EBIT	463,8	909,8	951,9	446,0	456,7	-1,5%	2 715	2 764	1,8%	457,3	-2,5%
Zysk netto	361,8	752,2	757,9	328,5	355,5	-1,7%	2 082	2 194	5,4%	358,7	-8,4%
marża EBITDA	33,7%	51,0%	45,2%	26,1%	27,2%	-6,4pp	39,6%	37,2%	-6,6%	28,1%	-2,0pp
marża EBIT	23,3%	41,5%	37,9%	18,4%	19,4%	-3,9pp	30,7%	29,2%	-4,9%	19,7%	-1,3pp
marża netto	18,2%	34,3%	30,2%	13,6%	15,1%	-3,1pp	23,5%	23,1%	-1,6%	15,5%	-1,9pp
DN/EBITDA	-0,38	-0,27	-0,32	-0,56	-0,60	-22,5pp	-0,16	-0,56	242,4%		
12M P/E*	5,4	4,4	3,9	4,1	4,1			4,1			
12M EV/EBITDA*	3,6	3,1	2,8	3,1	3,1			3,1			
Produkcja węgla [tys. ton]	3 539,7	3 469,7	4 114,9	3 798,8	3 369,3	-4,8%	15 452,2	14 752,7	-4,5%		
Produkcja koksu [tys. ton]	890,1	859,8	919,0	931,1	835,5	-6,1%	3 564,7	3 545,4	-0,5%		
Śr cena węgla koksowego [PLN/t]	514,1	643,1	682,5	661,1	627,9	22,1%	2 594,8	2 614,6	0,8%		
Śr cena węgla energetycznego [PLN/t]	211,5	223,4	234,9	235,0	259,6	22,7%	826,5	952,9	15,3%		
Średnia cena koksu [PLN/t]	864,1	969,4	1 052,1	1 104,2	1 100,2	27,3%	3 487,3	4 225,9	21,2%		

*Notowana na koniec sesji 22 listopada 2018 (3Q'18) oraz na koniec odpowiedniego kwartału

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

JSW opublikowało minimalnie gorsze od konsensusu wyniki za 3Q'18. Przyczyną mogły być rozczarowujące wolumeny (choć spółka podawała dane operacyjne wcześniej) oraz utrzymujący się trend rosnących kosztów.

- PRZYCHODY:** W III kwartale był, w segmencie węgla, w pełni widoczny ubytek wolumenów z kopalni Zofiówka, po wypadku który miał miejsce w maju br. W rezultacie produkcja węgla koksowego spadła o 11% r/r, co tylko częściowo nadrobione zostało przez wyższą produkcję węgla energetycznego (+11,7% r/r). Jednak przychody ze sprzedaży węgla wzrosły z uwagi na wyższe w PLN ceny węgla koksowego, jak i energetycznego, oraz sprzedaż węgla koksowego z zapasów. W segmencie koksu, produkcja okazała się być o 6% r/r niższa, sprzedaż spadła o 7,5%. Najważniejsze dla przychodów były jednak rosnące ceny (+27,3% r/r), które podążyły za wzrostem cen węgla koksującego w poprzednich kwartalach.
- EBITDA:** W ujęciu raportowanym była niższa o 4,3% r/r, a w ujęciu oczyszczonym o 6,4% r/r (wpływ przekazania KWK Krupiński do SRK). Spółka mocno odczuwa utrzymanie wzrostowych dynamik kosztów wynagrodzeń (+40% r/r), usług obcych

Wyniki lekko poniżej oczekiwań

Pogorszenie wolumenów w segmencie węgla, mocne ceny w segmencie koksu



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



(+22,5% r/r) oraz materiałów i energii (+16% r/r). W efekcie jednostkowy koszty wydobycia węgla (na tonę) był o 41,6% r/r wyższy, a jednostkowy koszt konwersji koksu o 21,1% r/r wyższy. Wyniki segmentu koksu wspierała jednak poprawiająca się relacja pomiędzy cenami zakupu węgla koksującego, a cenami sprzedaży koksu – EBITDA segmentu wzrosła ponad 3-krotnie do 216,2 mln PLN, co jest najwyższym wynikiem od 4Q'15

Rosnące koszty pracy, usług obcych, energii obciąża EBITDA

- **ZYSK NETTO:** Spadł o 1,7% r/r z uwagi na nieco niższą efektywną stawkę podatku.
- **Cash flow:** przepływy z działalności operacyjnej były w kwartale niższe o 6,1% r/r i wyniosły 640,9 mln PLN. CAPEX wyniósł 296,6 mln PLN w ujęciu kasowym i 460,5 mln PLN w ujęciu memoriałowym.

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji. **Przedstawione informacje mają naszym zdaniem negatywny wydźwięk, co uzasadnia dzisiejszą przecenę kursu JSW.**

- Zarząd oczekuje, że wpływ wypadku w kopalni Zofiówka na tegoroczne wolumeny to ok. 500 tys. ton (ok. 380 tys. ton podawanych na poprzedniej konferencji), Zarząd spodziewa się realizacji ok. 15 mln ton wydobycia w br. (15,4 mln ton zapowiadanych w strategii wobec 14,7 mln ton w 2017 r.). Negatywny wpływ Zofiówki na wolumeny może trwać nawet kilka lat – spółka pracuje nad nadrobieniem produkcji w innych kopalniach, ale może to potrwać co najmniej kilka kwartałów.
- PBSZ: Zarząd zakłada przedłużenie negocjacji z Famurem i zamknięcia transakcji w 1Q'19. Obecnie trwa oczekiwanie na zgody korporacyjne ze strony Skarbu Państwa ws. transakcji.
- Praire: wstępne audyty wypadły pozytywnie, obecnie spółka pracuje nad wyceną i strukturą transakcji, podpisanie term-sheet spodziewane jest w 1Q'19. Transakcja ma być sfinansowana ze środków własnych albo środków zgromadzonych w drugim FIZAN JSW.
- Zarząd JSW podtrzymuje plan wypłaty dywidendy z zysku za 2018 r. Spółka refinansuje obecnie zadłużenie i przygotowuje plany finansowe związane z przejęciami PBSZ i Praire – finansowanie ma być zapewnione przez polskie banki oraz EBI.
- Koszty: W dalszym ciągu utrzymuje się presja na wynagrodzenia, ceny usług obcych i energii. Koszty samej energii elektrycznej w br. przekroczą 300 mln PLN w br, a spółka nie ma polityki zabezpieczania cen energii. Pod koniec 2019 r. mają być jednak widoczne pierwsze efekty inwestycji we własne źródła prądu (metan). Zarząd zauważa też stabilizację cen stali oraz jest zdania, iż w przyszłym roku ceny usług górniczych również powinny się ustabilizować, gdyż wykonawcy „nadrobili” już spadek marż z poprzednich okresów.

Większy od oczekiwań ubytek wolumenów z kopalni w Zofiówce

Przedłużające się negocjacje przejęcia PBSZ

Podtrzymany plan wypłaty dywidendy

Rosnące koszty wynagrodzeń i energii, oczekiwana stabilizacja cen stali i usług górniczych





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgową) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf